

SENADO

SECRETARIA

DIRECCION GENERAL DE COMISIONES

XLIVa. LEGISLATURA
PRIMER PERIODO

CARPETA Nº 145 DE 1995

COMISION DE
HACIENDA

DISTRIBUIDO Nº 232 DE 1995

SIN CORREGIR
POR LOS ORADORES

JUNIO DE 1995

MERCADO DE VALORES Y OBLIGACIONES NEGOCIABLES

VERSION TAQUIGRAFICA DE LA SESION DE LA COMISION
DEL DIA 15 DE JUNIO DE 1995

A S I S T E N C I A

Preside	: Senador Ignacio Posadas -ad hoc-
Miembros	: Senadores Jorge Batlle, Luis Batlle Bertolini, Alberto Couriel, Luis Eduardo Mallo y Leonardo Nicolini
Invitados especiales	: Representantes de la Bolsa de Valores: Presidente, Ignacio Rospide; Secretario, Angel Urraburu y asesora contadora Margarita Roldós
Secretaria	: Lydia El Helou
Ayudante de Comisión	: Alberto Martínez Payssé

SEÑOR PRESIDENTE.- Habiendo número, está abierta la sesión.

(Es la hora 10 y 4 minutos)

La Comisión de Hacienda da la bienvenida a la delegación de la Bolsa de Valores para que nos informe sobre el proyecto a estudio relativo a Mercado de Valores y Obligaciones Negociables. Antes de cederle el uso de la palabra a los invitados, deseo informar que la forma de trabajo de la Comisión es escuchar a los visitantes y, posteriormente, los señores Senadores, si lo estiman conveniente, formulan las preguntas del caso.

Tiene la palabra el señor Presidente de la Bolsa de Valores.

SEÑOR ROSPIDE.- La Bolsa de Valores quiere agradecer a esta Comisión la deferencia que ha tenido al haberla invitado a fin de dialogar sobre el proyecto de Mercado de Valores y Obligaciones Negociables. A esta reunión hemos venido acompañados por la contadora Margarita Roldós, quien se desempeña como asesora en materia económica, y el Secretario de la Bolsa, señor Urraburu, a quien le cedo el uso de la palabra para hablar sobre este tema.

SEÑOR URRABURU.- Señor Presidente: para nosotros es una gran satisfacción poder volver al Parlamento para ponernos en contacto con los señores Legisladores a fin de tratar y conversar sobre lo que es nuestro "metier" diario, es decir, lo que vincula al mercado de valores en el Uruguay con la problemática que está viviendo el país. Es importante para los representantes de la Bolsa de Valores asistir a esta Casa en momentos en que el Parlamento nacional está tratando este proyecto.

Pensamos que tal como versa el enunciado en la Exposición de Motivos de esta iniciativa, es imprescindible contar con un mercado --desde hace mucho tiempo-- que constituya una fuente de financiamiento alternativo al bancario, que permita generar facilidades para los procesos de ahorro, de inversión

av

y, en última instancia, de crecimiento para todo el país.

En un momento en que el Uruguay está atravesando una etapa de su vida especialmente importante a partir del acuerdo de integración regional del MERCOSUR, entendemos que es imprescindible dotar a nuestras empresas y al sector productivo en general de un instrumento idóneo para poder financiar sus proyectos de largo alcance que impliquen su reconversión ineludible ante el proceso de integración. En ese sentido, el mercado de valores, de capitales y la Bolsa de Valores como su centro natural y neurálgico, deben tener un papel fundamental a cumplir.

Le atribuimos especial importancia a este proyecto de ley porque da posibilidad a las empresas de nuestro país para que, al abordar sus políticas de inversión, puedan contar con instrumentos de financiamiento a más largo plazo que los tradicionales y que los bancarios, con un costo mucho más accesible, permitiendo unir las necesidades del empresariado con las de los ahorristas nacionales, transformando esos instrumentos en líquidos, lo que, en última instancia, es lo que a la Bolsa de Valores le compete como función dentro del mercado de valores.

Introduciéndonos definitivamente en el proyecto, la primera observación que debemos hacer es señalar la contradicción de carácter general en la Exposición de Motivos. Toda la importancia que tiene en un país el mercado de valores está recogida en dicha Exposición de manera exhaustiva y correcta.

En el articulado encontramos la principal discrepancia que la Bolsa de Valores podría estar manteniendo con este proyecto. En ninguna de estas disposiciones existe la promoción de un mercado que en el Uruguay es prácticamente inexistente. Pensamos que podría ser un proyecto de ley bueno --en términos generales consideramos que lo es-- con un carácter enunciativo que enmarque una situación, defina una serie de categorías y promueva aspectos del mercado de capitales, tema que en nuestro país es imprescindible

av

comenzar a estudiar y profundizar.

En este sentido, marcamos nuestra primera discrepancia de carácter general y quizá se pueda argumentar que no está dentro de las aspiraciones del proyecto promover el mercado.

En ese sentido, la Bolsa ya está estudiando y preparando un paquete de propuestas para que los señores Legisladores las analicen y, en última instancia, definan si es conveniente introducirlo en este proyecto de ley o si, quizás, de lugar a otro diferente a fin de tratar de incentivar no sólo la oferta de papeles por parte de las empresas, sino también su demanda por parte de los ahorristas y de los inversores.

Por otro lado, quisiera referirme a otro punto --también de carácter general y donde tal vez marcamos diferencias de tipo estratégico con el proyecto-- vinculado con las disposiciones que la Ley de Intermediación Financiera había enunciado en su momento respecto de la prohibición que tenían los bancos comerciales de ejercer determinado tipo de inversiones.

En los últimos artículos de este proyecto de ley, y más concretamente en el 49 y el 51, se estaría tratando de levantar la restricción que tienen los bancos desde 1982 de tener en cartera acciones, obligaciones y títulos de empresas privadas. Permítaseme vincular este hecho con la discusión y aprobación de la Ley de Bancos de Inversión en el país. En la discusión a que dio lugar esta ley se especificaba una suerte de diferencias entre bancos que, en algunos casos, se podía haber argumentado podrían tener diversidad de objetivos y de operaciones posibles. Se manejaba la clásica razón, esto es, la de recibir los depósitos, los ahorros y prestarlos a las empresas que en su momento los pudieran estar necesitando. Asimismo, también existía la posibilidad de intervenir decididamente en la emisión de algún papel negociable de largo plazo por parte de las empresas y promover su colocación en la plaza o, incluso, en algún caso, mantener la posesión de esos mismos papeles en carácter más o menos permanente.

av

En aquel momento, la discusión parlamentaria se había dilucidado creando la figura de los Bancos de Inversión para tratar de cubrir a la banca comercial y, en última instancia, al ahorrista que está detrás, del riesgo que podría suponer la captación de ahorros a corto plazo y con ellos la colocación y, por tanto, la especulación de ese tipo de papeles, acciones u obligaciones negociables de empresas privadas que no siempre tienen una liquidación vinculada al corto plazo en el cual están colocados los depósitos en este país. El riesgo que en aquel momento se marcaba por parte de algunos señores Legisladores en 1990, llevó a crear la figura de los Bancos de Inversión.

Entonces, si en este momento nosotros levantamos la restricción que tienen los bancos comerciales de intervenir y de poseer en forma permanente acciones y obligaciones de empresas privadas, estaríamos firmando la partida de defunción de los Bancos de Inversión en el país. Nos parece muy importante promover y mantener estos bancos o cualquier otra figura que tenga la inversión como centro de interés. Quizás, la diferenciación al amparo de la crisis que han tenido en el Uruguay en 1965 algunos bancos, y en la actualidad muy reciente ciertas instituciones de países vecinos --cuya causa o una de las más importantes tal vez esté en este tipo de operaciones-- nos hace marcar una discrepancia, ya no tanto pensando en nuestra institución Bolsa de Valores, sino en la salud del sistema bancario y financiero en su totalidad, cosa que el país ha preservado y debe continuar haciéndolo. En este sentido, queríamos dejar bien claro cuáles son los dos elementos en donde la Bolsa de Valores estaría haciendo el mayor hincapié respecto de este proyecto de ley. A continuación, la contadora Roldós pasará a detallar ciertos aspectos más puntuales del articulado.

SEÑORA ROLDOS.- Me voy a ocupar de algunos temas de carácter más puntual pero enmarcados dentro de los conceptos señalados por el señor Urraburu, que nos llevan a entender que este no es un proyecto de ley de desarrollo del mercado.

El primer aspecto puntual al que me quiero referir es

al tema que podríamos llamar Comisión de Valores o superintendencia de Valores. Esta iniciativa acuerda una serie de facultades al Banco Central del Uruguay, del tipo de las que habitualmente se dan a estas Comisiones de Valores como organismos encargados de la regulación y del control de los mercados y, en general, también de su desarrollo.

Sin duda, viene al caso citar como ejemplo la reciente experiencia argentina. Nosotros creemos que la existencia de una Comisión de Valores es un elemento importante para el desarrollo de los mercados a esta altura y en el contexto internacional. Cabe señalar que hemos participado de diversas reuniones del MERCOSUR en las que hemos tenido oportunidad de hablar con gente del área, como ser de la Argentina, el Brasil y Chile.

Se ha conversado sobre los temas de interrelación con las Bolsas de Valores de países de la región y hemos tratado de saber cuáles son los requisitos para que esos mercados, de alguna manera, se interconectaran con el nuestro. En ese sentido, hasta el momento, vemos que existe como restricción fundamental el hecho de que el Uruguay no tenga una Comisión de Valores; además, sería necesario, entre otras cosas, una Caja de Valores. Reitero que eso ha sido planteado como un requisito por los otros mercados para interrelacionarse con el nuestro.

En su oportunidad, la Bolsa de Valores hizo una solicitud al Banco Central para buscar una solución a este tema. A través de este proyecto, lo que se hace es acordar todo este tipo de funciones --con algunas limitaciones que luego voy a señalar-- al Banco Central del Uruguay. Nos parece que, si bien es necesario un organismo, correspondería darle más independencia con respecto al Banco Central, así como una mayor pluralidad en su integración. Pensamos que de esa manera se tendría un organismo más dinámico, quizás más técnico y representativo de la realidad nacional. Entendemos, asimismo, que se le deberían asignar, fundamentalmente, funciones de desarrollo de mercado. En el proyecto de ley nos encontramos con una serie de elementos genéricos que otorgan

av

funciones al Banco Central, pero en ningún momento se hace hincapié en el articulado a las funciones de desarrollo, contrariamente a lo que se señala en los considerandos donde se establece como objetivo de esta iniciativa buscar el desarrollo del mercado.

Consideramos que el organismo y el control son necesarios, pero dicho control debe tener un objetivo, porque en sí mismo no nos aporta nada. Planteamos esto a los señores Senadores porque pensamos que, una vez sancionado este proyecto de ley, alguna empresa se podría acercar al mercado para financiarse a través de él, o algún inversor ver algún motivo adicional para entrar en él. Más allá de que consideramos que debe haber un control y un orden en el mercado, que a la vez promueven la transparencia en los precios y la equidad --en esto estamos de acuerdo-- creemos que también debemos dar incentivos y, además, parte del desarrollo del mercado debería darse a través de las funciones de la Comisión de Valores. Por eso nos parece que, además de esas funciones particulares que no le son señaladas en el texto del proyecto de ley, debería tener una integración más plural e independiente.

En los países del área, las Comisiones de Valores son entes dependientes del Poder Ejecutivo, que tal vez surgieron dentro de los Bancos Centrales pero hoy en día ninguna de ellas está incluida en su ámbito. Si observamos lo que ocurre en naciones más desarrolladas, como los Estados Unidos, encontramos por ejemplo a la CEC, que es un organismo cuyos miembros son nombrados directamente por el Poder Ejecutivo. Entonces, consideramos que se podrían recoger directamente estas experiencias de países desarrollados y del área --como el nuestro-- para llegar a una solución de estas características, es decir, que exista una mayor independencia del Banco Central. Este es el primer punto que queríamos señalar.

Otra cuestión que nos preocupa es la relacionada con lo que se señala en el artículo 15. Dicha disposición se refiere a la existencia de los agentes de valores como una categoría de intermediarios que no actúan como miembros de las Bolsas

av

de Valores. Ellos no están previstos en nuestra legislación y resulta sorprendente que, dado los objetivos establecidos en el proyecto de ley --transparencia y equidad en el mercado-- a través del articulado se esté amparando la existencia de una figura que no asegura transparencia ni seguridad de las partes y que, además, hace usufructo de la información que por medio de la ley se exigiría que los agentes y las Bolsas den al público.

Nos parece bien que se brinde información y se exija claridad en el mercado, pero entendemos que si se establecen todas estas normas para las Bolsas y sus agentes, sería contradictorio introducir una figura que sería desaconsejable por la forma en que está prevista y la realidad actual del mercado uruguayo. De acuerdo con esta normativa, cualquiera de nosotros podría tomar un teléfono celular, instalarse frente a las operaciones de la Bolsa de Valores y ver el movimiento de la rueda o la pantalla electrónica de la Bolsa, observar la formación de los precios y operar, simplemente, con la información que se obtiene de esos mercados, sin ningún costo ni garantía para sus clientes. Este punto nos parece fundamental y pensamos que no está de acuerdo con los considerandos del proyecto de ley y el resto de las exigencias que se plantean en los otros artículos, que por supuesto nos parecen correctos. Deseaba remarcar nuestra posición con respecto a desaconsejar la figura del agente de valores tal como está prevista en la actual iniciativa.

Otro punto que nos cuestionamos es la interrelación entre este proyecto de ley y la Ley Nº 16.060, en lo que hace a las sociedades emisoras de Títulos Públicos, ya sean acciones u obligaciones. Por una vía tal vez más fácil, aquí se buscó establecer una normativa, pretendiendo que las disposiciones similares de la Ley Nº 16.060 se deroguen, tanto en lo que hace a la parte de obligaciones como en lo que tiene que ver con el control de los emisores de acciones que están específicamente regulados por ella. Pensamos que esto crearía un marco legal poco claro, que no es nada conveniente en términos del desarrollo del mercado. Por otra parte, se generaría una superposición de controles, puesto

av

que existiría un organismo --el Banco Central o la Comisión de Valores-- que estaría supervisando, pero también contamos con una Inspección General de Hacienda que ejerce una función de control sobre las sociedades anónimas abiertas. No se percibe cómo quedarían las funciones de los dos organismos, pero sí resulta claro que la existencia de estos dos órganos que pueden dictar normas, generaría duplicación de controles y de costo y una serie de trámites que, en última instancia, llevarían a que un financiamiento a través del mercado sería mucho más caro que si se efectuara por otra vía, ya sea un Banco, proveedores, acreedores, etcétera.

Si deseamos desarrollar el mercado, debemos darle normas claras así como un organismo de control que, a través de su constitución y demás, elabore las reglas a aplicar. En ese sentido, existen una serie de disposiciones confusas, algunas de las cuales derogan las de otras leyes, y hay zonas grises que no nos parecen convenientes.

SEÑOR COURIEL.- ¿Cuáles serían los dos organismos de contralor que estarían entorpeciendo y cuál tendría que ser concretamente el que debería existir?

SEÑORA ROLDOS.- A través de este proyecto de ley, se sugiere la existencia de un organismo, que aspiramos a que sea una Comisión de Valores con un carácter más independiente y plural del que aquí se presenta, puesto que los mercados internacionales nos lo han requerido. Hemos conversado personalmente con gente de Chile, Brasil y Argentina y nos han señalado que nuestro mercado no les resulta atractivo a los efectos de negociar o interrelacionarse, en la medida en que no tenga una Comisión de Valores. Por lo tanto, creemos que es necesaria la existencia de una Comisión de Valores, independiente del Banco Central y con una integración más plural.

En ese sentido, señalé que las Comisiones de Valores de los países del área tienen ese tipo de integración. Si también tomamos en cuenta lo que ocurre en naciones desarrolladas --concretamente, hice alusión a la CEC-- vemos que

av

existen organismos designados por el Poder Ejecutivo. Creemos que debería existir un organismo de ese tipo, no como está previsto en el proyecto de ley, pero sí que se ocupe de controlar y desarrollar el mercado.

De acuerdo con lo que surge de este proyecto de ley, habría funciones asignadas al Banco Central para controlar la oferta pública y a sus emisores. Además, en la Ley Nº 16.060 existen disposiciones que facultan a la Inspección General de Hacienda como órgano de contralor para regular a las sociedades anónimas abiertas, entendiéndose por éstas, las que cotizan en Bolsa, las que recurren al ahorro público para aumentar su capital e, inclusive, las que emiten obligaciones que se cotizan en forma pública.

Entonces, tendríamos dos organismos con facultades para emitir normas y poder de control. Cabe agregar que esta iniciativa conformaría una normativa poco clara, teniendo en cuenta las otras disposiciones.

SEÑOR PRESIDENTE.- Debo recordar que la Bolsa de Valores participó en el proceso de elaboración de este proyecto de ley lo cual, obviamente, no quiere decir que esté de acuerdo con cada una de sus partes. Sin embargo, no me queda claro en este campo --en esto comparto las dudas planteadas por el señor Senador Couriel-- qué propone concretamente. La existencia de la Inspección General de Hacienda básicamente tiene competencia sobre otras áreas. No sé si plantean que lo mejor es que se deje como está todo el mecanismo de obligaciones o debentures --como se les denomina en la Ley de Sociedades Anónimas-- con los fideicomisarios, las asambleas de accionistas y no, a mi juicio, un sistema más ágil como el que figura en el proyecto de ley, y si, además, proponen que el control lo realice la Inspección General de Hacienda o, por el contrario, que esta oficina se elimine.

SEÑORA ROLDOS.- La posición de la Bolsa de Valores es que haya un único organismo de control y un solo cuerpo normativo. Estamos de acuerdo si mediante esta iniciativa se propone que exista un organismo --una Comisión de Valores-- que

av

controle la oferta pública; pero no compartimos que junto a esta Comisión actúe la Inspección General de Hacienda. Decimos esto porque ello traería como consecuencia que los dos organismos pidan los balances, los estatutos de la sociedad o las actas de asamblea, lo que implica una serie de duplicaciones. En el momento de controlar a un emisor es muy difícil establecer hasta qué punto pueden llegar uno u otro organismo y, de todas maneras, se estarían duplicando funciones.

La Bolsa de Valores no tiene nada en contra de la Inspección General de Hacienda vigente. Lo que sí observamos es el hecho de que se está introduciendo un organismo adicional. Más allá de los nombres propios, pensamos que tiene que haber un único organismo.

SEÑOR PRESIDENTE.- ¿Independientemente de que el nuevo organismo sea la Comisión de Valores o el Banco Central?

Ahora bien; supongamos que en definitiva el proyecto de ley se vuelque hacia la Comisión de Valores, igualmente subsistirían esa Comisión y la Inspección General de Hacienda.

SEÑORA ROLDOS.- Ese organismo, sea el Banco Central o la Comisión de Valores --debido a otros elementos que ya he mencionado-- tiene en cuenta al último emisor --que son los que más nos interesan porque, en última instancia, son quienes van a traer los productos al mercado-- que es al que tenemos que facilitar las vías para llegar al mercado porque, de lo contrario, no vienen y entonces no tenemos mercado. Observamos que tendrá que pasar por la Inspección General de Hacienda y, a la vez, por ese organismo, que sería la Comisión de Valores.

De manera que no tenemos nada en contra de la Inspección General de Hacienda vigente, pero entendemos que si creamos un organismo adicional, vamos a tener dos tipos de control. Entonces, se daría la situación de que tendríamos que plantearle a una empresa, por ejemplo, que es bueno que venga

AV

al mercado, porque le ofrecemos más plazos y otras condiciones como el financiamiento de sus activos a largo plazo, pero nos enfrentaremos al hecho de que la empresa tiene que hacer determinados trámites en determinado lugar, otros en otra oficina, además de cumplir con los plazos establecidos, la presentación en el Registro y luego la publicación. Todo esto insume una serie de costos que, de aprobarse esta iniciativa, se verían duplicados, pueden hacer que la empresa no se interese en la operación. Justamente, queremos que no pase eso.

Reitero que, más allá de que el organismo sea la Inspección General de Hacienda, lo que queremos es que si se está creando otro organismo con facultades más amplias, sea el único que actúe. Para ello el Estado va a tener que compatibilizar sus funciones dentro de sus organismos y en esto, tal vez, no seamos nosotros los más indicados para decir quiénes deben hacerlo, lo que sí tenemos claro es cómo debe ser este mecanismo.

Por otra parte, en este proyecto de ley se introduce un segundo Capítulo que se llama Obligaciones Negociables, expresándose en él que el Capítulo homólogo de la Ley Nº 16.060 va a pasar a llamarse Debentures. De acuerdo con esto el emisor va a tener dos caminos a seguir: el de la Ley Nº 16.060 --que son debentures-- y el que plantea esta iniciativa. Probablemente, éste último sea más ágil. Sin embargo, ese emisor va a seguir, por un lado, el nuevo mecanismo pero, por otro, también está sujeto al de la Ley Nº 16.060, relativo a sociedades anónimas, más allá de que se derogue o no se aplique el Capítulo correspondiente a obligaciones.

Pensamos que esta fue una solución rápida, pero que no fue estudiada a fondo y que va a generar problemas. Por ello, debería hacerse un estudio más comprensivo de la legislación y derogar las normas que duplican mecanismos o que no se aplicarán más y, a su vez, establecer una única normativa. Repito, esta es la idea: un único organismo y una normativa clara.

ay

Vinculado con este tema --lo cual iba a señalar más adelante-- deseo plantear que la Ley Nº 16.060 prevé la figura del fiduciario para la emisión de obligaciones negociables. El fiduciario es un representante de los obligacionistas que tiene una serie de facultades, en algunos casos bastante amplias, lo que ha sido señalado en ciertas oportunidades como motivo de resistencia de las empresas para emitir papeles. El argumento es que el fiduciario puede asistir a las reuniones de Directorio, pero a las empresas les molesta tener un tercero en esas sesiones. Dado que en este proyecto de ley se elimina totalmente al fiduciario como figura obligatoria, pensamos que sería conveniente que se estableciera la facultad de que por lo menos el 50% de los obligacionistas y, "a posteriori", de la emisión de obligaciones, pudiera reunirse y llegar a nombrarlo.

Consideramos que lo que se dispone en este proyecto de ley no es operativo. Deberíamos pensar que estamos en un mercado en el que tal vez una de las pocas ventajas que tiene con respecto a sus vecinos es la existencia de Títulos al portador. Pensamos que, más allá de la Bolsa de Valores, nuestro país tiene que defender este elemento que lo tenemos desde hace mucho tiempo. Cuando comenzó la reforma del sistema financiero, aproximadamente a fines de la década del setenta, el Uruguay le introdujo una serie de ventajas y se ubicó en una mejor posición con respecto a sus vecinos en lo que hace a la amplitud de su mercado financiero, es decir, a su liberalización. A nuestro entender, esto fue muy bueno. Pero desde 1977 a la fecha, si nos planteamos qué hicieron los países vecinos y el nuestro, nos encontramos con que ellos han hecho mucho más que nosotros, se han puesto en igualdad de condiciones y, en algunos casos, nos han superado. Tal vez, la existencia de estos Títulos al portador sea una de las pocas ventajas que hoy mantiene el Uruguay y pensamos que, de todas maneras, deberíamos defenderla, más allá de los Títulos escriturales y otros procesos de legislación y custodia que puedan venir con los mercados. De manera que no nos oponemos a esta iniciativa, pero sí defendemos este elemento que consideramos fundamental para nuestro país.

ay

Ahora bien: si nos manejamos con Títulos al portador y se hace una emisión de obligaciones, la idea es que ésta vaya al público en general y, a través de los mercados, se supone que eso se diversifica, es decir, va a muchos tenedores. Esto es muy bueno; es conveniente que cualquier uruguayo o extranjero, a través del mercado uruguayo, tenga la posibilidad de adquirir Títulos emitidos por una empresa de plaza. De esta forma, esos cientos o miles de inversores o ahorristas que disponen de los Títulos, ¿cómo hacen para vincularse entre sí, reunir más del 50 % del capital y ponerse de acuerdo para nombrar un fiduciario, que es lo que propone este proyecto de ley? Creemos que este mecanismo no es para nada operativo y que, de alguna manera, habría que retomar la idea del fiduciario, porque no es mala y ante cualquier problema que tenga la empresa es bueno que esos cientos o miles de inversores estén representados por algún técnico, como es la figura del fiduciario, a los efectos de manejar el tema de su deuda. Sería conveniente para los propios ahorristas y para una empresa, que eventualmente tiene dificultades, no negociar con mil tenedores de obligaciones, por ejemplo, y sí hacerlo a través del fiduciario.

Por todo esto, consideramos que se debe rescatar la figura del fiduciario y, para ello, en nuestro memorándum, introducimos una idea que es la de mantenerlo, canalizando su operativa o funciones a través de la figura del síndico.

Por lo tanto, hicimos una nueva redacción de los artículos 461 y 462 de la Ley Nº 16.060 donde rescatamos las funciones del fiduciario para proteger al inversor y hacer más operativo cualquier problema con una deuda y lo vinculamos a la empresa a través del síndico, de forma tal de eliminar esa presencia permanente del fiduciario en la empresa, que resulta inconveniente para la propia sociedad. Entonces, nos gustaría que en su momento los señores Senadores estudiaran ese articulado, ya que es una idea que puede ser bastante interesante.

Otro punto, tal vez de carácter bastante técnico, es el hecho de que en el literal c) del artículo 15 del proyecto

av

de ley se incluye a quienes administran carteras de valores de propiedad de terceros conjuntamente con intermediarios. A ese respecto, pensamos que se están poniendo en una misma categoría dos agentes del mercado que realizan funciones diferentes, ya que unos son los administradores y otros los propios intermediarios. Por esa razón, también propusimos una redacción para separar las funciones. Pensamos que no se deben mezclar sino mantener identificados, por lo que se deben hacer controles a cada uno de ellos.

Además, hay un punto que nos parece de fundamental importancia, que aunque no está dentro del proyecto de ley, me voy a permitir tomarme un tiempo para referirme a él. Un proyecto como este que, en su considerando, señala la necesidad del desarrollo del mercado de capitales, debería prever --por lo menos en términos de los valores que se cotizan en los mercados, es decir, los que se suscribieron por oferta pública-- algún tipo de aceleración de los procesos de liquidación y ejecución de garantías, así como también asignar, a los créditos derivados de los créditos de oferta pública, algún tipo de prioridad en el cobro de sus acreencias.

Este es un aspecto muy importante en el mercado uruguayo; sabemos que estos procesos son muy lentos y vetustos y no contemplan la particularidad del tema de la oferta pública. Es decir que cuando hay valores emitidos a través de la oferta pública se debería prever, de alguna manera, una aceleración en estos procesos y una prioridad en el orden de cobro de sus acreencias. Este es un elemento fundamental, si lo que estamos buscando es el desarrollo del mercado.

Otro aspecto que quisiera señalar es que hay algunas funciones "underwriter" poco definidas en esta ley, o parecería que se hace referencia a ellas a través de algunos artículos. También pensamos que están definidas en el artículo 18 de la Ley de Intermediación Financiera y es fundamental para el mercado. Creemos que el mismo debe existir, hay que regularlo y sería otro elemento necesario si pensamos en el desarrollo del mercado. Creo que no hay que

hacerlo en forma velada o indirecta, como surgiría de este proyecto de ley, sino que habría que remitirlo a la Ley de Intermediación Financiera o regularlo a fondo, ya que es un elemento que no se debe desatender si queremos el desarrollo del mercado.

Tal vez haya quedado algún punto de menor importancia sin mencionar y no sé si el Presidente o el Secretario de la Bolsa quieren que desarrolle algún otro aspecto en este momento.

SEÑOR URRABURU.- Los señores Senadores se habrán dado cuenta de que varios de los puntos a los que hizo referencia la contadora Roldós en su exposición --y también lo hizo, en última instancia, la Bolsa-- versan en el carácter, quizás, doctrinario que está detrás de norma. En una de las frases de la exposición de motivos se dice que la solución adoptada por la ley deja para la reglamentación los aspectos más técnicos, pretendiendo definir un marco muy general que sea flexible y adaptable a los cambios de los mercados y la tecnología.

Este proyecto de ley plantea definir una serie de estamentos en el mercado, pero resulta muy difícil balancear permanentemente el control y el desarrollo, que es lo que intentó hacer la contadora Roldós en su exposición. Quizá en todo mercado, y no sólo en el de valores, nos podemos enfrentar a disyuntivas de este tipo, pero en éste, específicamente, sucede eso. Si se crea una Comisión de Valores donde para nada están dispuestos por ley sus objetivos y competencias, podemos llegar a dejar al descubierto un problema de descontrol respecto al ahorrista y al que en última instancia va a tomar los papeles que nosotros queremos. Si bien estamos de acuerdo en la necesidad de solucionar todos los aspectos de trámite --y por ello planteamos simplificarlos y no superponer, por ejemplo, la función de la Inspección General de Hacienda con la de esta Comisión de Valores que se estaría creando por este proyecto de ley-- no podemos llegar a que el ahorrista entre a comprar papeles en el mercado sin tener las debidas garantías. No dudamos de que es muy difícil

ubicarse en el justo término entre el control y la promoción, pero en algunos puntos del proyecto existe un desbalance hacia el lado del control y en otros hacia el lado que podría ser de promoción, quitando controles. Si rescatamos ese concepto, pensamos que es fundamental que la Comisión de Valores que se está creando, tenga como función primordial la de promover el mercado, además de la de contralor.

Quienes en 1989 visitamos la sede del Poder Legislativo por el tema de la Ley de Sociedades Comerciales, en aquel momento ya considerábamos que la Bolsa no podía ser un edificio muy lindo y fortificado donde todos los días se juntan una serie de personas que compran o que venden algunas cosas, sino que en su definición también debería estar la de promover el mercado. Nosotros no concebimos instituciones quietas --aunque la nuestra lo ha estado durante mucho tiempo-- porque la época que estamos viviendo nos impone una conducta diferente que estamos tratando de encarar, sobre todo a partir del cambio de autoridades que se produjo en nuestra institución a fines del año pasado.

Repito que es difícil compatibilizar la palabra control con promoción, pero, quizás, atribuyéndole a la Comisión de Valores la función de promoción podamos dar una solución aceptable para los dos criterios.

SEÑOR BATLLE.- En primer lugar, debo decir que la reunión ha sido muy provechosa e interesante.

Muchos de los temas planteados por la contadora Roldós han sido analizados por la Comisión, ya que hemos estado trabajando en esto y hemos revisado el proyecto inicial. Algunos de los que ha mencionado son muy importantes y seguramente los tendremos en cuenta; pero hay dos aspectos bien diferentes en las exposiciones del señor Urraburu y de la contadora Roldós, aunque ella inició su disertación recogiendo una frase inicial del señor Urraburu, que es a la que me quiero referir para hacer una pregunta.

Esta reunión no es para argumentar a favor o en contra

de la propuesta sino, fundamentalmente, para recabar toda la información que se requiera para considerar este proyecto, incluso reuniéndonos en varias instancias si es necesario.

El señor Urraburu manifestó que en este proyecto no existe promoción alguna y que se está preparando un paquete de propuestas por parte de la Comisión que hoy está manejando el tema de la Bolsa. Supongo que quienes hoy nos visitan estarán trabajando en eso y tendrán alguna idea de lo que debería ser, a su juicio, una promoción. Aunque todavía no tengamos en nuestro poder los trabajos que se están realizando en esta materia, me gustaría que nos dieran una idea sobre lo que debería ser una promoción para saber si en ese orden de cosas es posible incorporar a la norma algunas de las sugerencias que hayan manejado hasta ahora. En ese caso, preguntaría concretamente cuáles serían esas promociones.

SEÑOR URRABURU.- La promoción a la que hacemos referencia --disculpe la digresión inicial-- fue la bandera que tomó el señor Rospide y la actual Directiva cuando se produjo el cambio de autoridades en la Bolsa. Pasamos muchos años con una Bolsa quieta, como decía hoy, y absolutamente indiferente. Ello se debió, quizás, a que los corredores de Bolsa priorizaron la situación de su bolsillo a la misión que realmente le compete a una Bolsa en un país. Han pasado muchos años en los que las autoridades públicas han estado omisas, desconociendo la existencia de la Bolsa y la importancia del mercado de valores en el país.

Esta lista de promociones que estamos elaborando en estos momentos, debe pasar, en primer lugar, por la toma de conciencia en cuanto a la función que le compete a la Bolsa de Valores, y por parte de las autoridades públicas, en lo que tiene que ver con la importancia de un mercado de valores, sobre todo, en una coyuntura especialmente diferente.

SEÑOR BATLLE.- El señor Urraburu nos está dando una lección de cómo deben comportarse los Poderes Públicos y los integrantes de la Bolsa, pero me gustaría que me dijera si es

av

posible incorporar a una ley de esta naturaleza medidas concretas referidas a una promoción.

SEÑOR URRABURU.- Las promociones tienen un aspecto fiscal importante y, por lo tanto, según tengo entendido, deberían tener iniciativa del Poder Ejecutivo.

SEÑOR BATLLE.- ¿Cuáles serían esas promociones?

SEÑOR URRABURU.- Debemos promover la oferta y la demanda de acciones. Por el lado de la oferta, debemos incentivar a las empresas para que reciban alguna ventaja fiscal, fundamentalmente para emitir acciones u obligaciones. Con respecto a este punto, existe una ley por la cual se ha emparejado el tratamiento fiscal de las obligaciones con los vales bancarios.

Con respecto a la posible suscripción de acciones en la Bolsa estamos pensando en dos medidas de promoción. Una de ellas sería la de poder descontar de la liquidación del impuesto a la renta anual de la empresa, la cantidad que ella suscriba en emisión pública de acciones, a través del mercado abierto. Esa sería una promoción importante para la empresa, y para el Estado no le significaría un detrimento muy elevado de su recaudación.

SEÑORA ROLDOS.- Lo que está señalando el señor Urraburu sería un beneficio del mismo tipo del que se acuerda por promoción industrial. Es un beneficio que se obtiene a través de la Unidad Asesora de Promoción Industrial a proyectos declarados de interés industrial. Si hay interés en desarrollar el mercado, un beneficio del mismo tipo podría ser acordado a aquellos fondos suscritos a través de la oferta pública.

SEÑOR URRABURU.- Por otro lado, el segundo punto que queremos resaltar es que en el momento de liquidar el impuesto al patrimonio de la empresa, ésta puede deducir junto con los pasivos el capital integrado. Con respecto a este último, no hay ninguna reglamentación que obligue a que tenga que estar actualizado año a año. Quizás sea uno de los únicos elementos

del balance de una empresa que no sufre corrección monetaria, y la historia de la Bolsa nos indica que hay empresas que han tenido, durante 20 ó 30 años, el mismo nivel de capital integrado. Eso ha significado un envejecimiento de las acciones --sería lo de menos-- y que para conseguir un monto de acciones considerable asistimos a una cantidad importante de papeles. Además, al no tener actualización de capital integrado, la cantidad de acciones que están circulando en la Bolsa no es la que estaría indicando los nuevos tiempos y la depreciación monetaria.

SEÑOR PRESIDENTE.- Ese no es un problema que emerge del impuesto al patrimonio, sino del impuesto al capital; son dos situaciones tributarias distintas. Si se apunta a ello, no se debe modificar el impuesto al patrimonio sino eliminar el impuesto a los aumentos de capital.

SEÑOR URRABURU.- Ese es el tercer punto al que nos queremos referir. Existe un impuesto del 1% que grava los aumentos de capital, las integraciones de capital o la capitalización de reservas de las empresas, pero en este momento, al Fisco no le está representando montos relevantes. En última instancia estaría frenando, de algún modo, posibles emisiones de acciones de empresas que hoy cotizan en Bolsa.

SEÑORA ROLDOS.- Retomando este aspecto del impuesto al capital, dada la norma vigente, por la que no se pueden emitir obligaciones más allá del 50% del capital y de las reservas, cuando una empresa ha llegado a esos límites y tiene que capitalizar, debe hacerlo por el doble de la emisión. Por lo tanto, ese impuesto del 1% se transforma en un 2%. Hemos estudiado con alguna de las empresa emisoras sus costos y puedo decir que el impuesto que tiene que pagar por este concepto es mayor, inclusive, que todos los costos de inscripción en el mercado y de comisiones de intermediación. Entonces, este es el primer desincentivo que tenemos para llegar al mercado.

En términos de tributación --no sé si este elemento puede ser incluido en esta iniciativa-- creo que todo el

25x10

sistema tributario uruguayo no contempla el mercado de valores, es decir que sus disposiciones no tienen en cuenta la transacción de títulos en ese ámbito, no están concebidas para ese fin y, además, introduce el Impuesto al Valor Agregado. Tal vez esto fue pensado así porque en su momento no existía un mercado de valores y no se consideró que esos títulos se podrían cotizar por esta vía.

Sucede muchas veces que al estudiar nuevos productos nos encontramos con trabas fiscales importantes y, en ese sentido, estamos pensando en hacer alguna revisión de carácter más amplio de normas fiscales, de forma tal de poder hacer negociables esos títulos en el mercado.

A título informativo, me permito señalar dos elementos más, para contestar la pregunta del señor Senador Batlle. También hay un tema de información que creemos muy importante --que vamos a tratar más adelante-- que tiene que ver con la calidad y oportunidad de la información y con la corrección monetaria de los balances.

Ese aspecto fue introducido en un proyecto de ley enviado al Parlamento a fines del año pasado, relativo a una serie de reformas previstas en la Ley Nº 16.060. Si bien el proyecto tenía un carácter bastante general, introducía algunas ideas con respecto a la actualización de los balances y ajustes por inflación. A nuestro entender, esa normativa es muy importante para nuestro país.

Otro tema que no debemos pasar por alto es el que tiene que ver con la calidad y el momento en que se da la información, así como con algunos aspectos legales que hacen al desarrollo de nuevos productos. Concretamente, nos referimos a la existencia del "trust" --figura no prevista en nuestra legislación-- que permite "securitizar" activos. Esta modalidad ha tenido un desarrollo muy significativo en los Estados Unidos y está alcanzando gran trascendencia en mercados más cercanos, como por ejemplo, la Argentina y Chile. Pensamos que ella sería muy atractiva para el financiamiento de aquellas empresas que tengan cierta calidad de

av

activos, puesto que a través de su venta se podrían lograr papeles para colocar en el mercado. Esto brinda un medio adicional de financiamiento a la empresa que, en última instancia, resulta más barato que otros y, a su vez, determina otra posibilidad para el inversor.

En este sentido, también debemos pensar que hoy en día nuestro inversor tiene pocas posibilidades en el mercado. Tampoco debemos olvidar los procesos judiciales a que hice referencia en la exposición anterior; esto es, agilitar dichos procesos y dar priosidad en la quiebra.

SEÑOR BATLLE.- Considero que los temas que han sido planteados son muy interesantes, por lo que creo que se nos hará llegar algún documento a la brevedad para poder seguir trabajando en torno a ellos.

Aquí se ha hablado de la necesidad de creación de una Comisión de Valores. Al respecto, me gustaría que nuestros visitantes nos hicieran conocer qué idea tienen acerca de la naturaleza de su integración, o sea, quiénes entienden que deberían participar de ella. De pronto, consideran conveniente que la propia Inspección General de Hacienda forme parte. Sería interesante que nos brindaran sus puntos de vista, puesto que en los Estados Unidos, por ejemplo, esta Comisión es designada por el Poder Ejecutivo.

SEÑORA ROLDOS.- A nuestro criterio, debería tratarse de un organismo dependiente del Poder Ejecutivo, por lo que sus miembros tendrían que ser designados por dicho Poder. Tal vez sería conveniente que estuvieran representados diversos sectores. Concretamente, pensamos que podría haber un miembro de la Inspección General de Hacienda, puesto que vertería su experiencia en lo que tiene que ver con el control de sociedades. Por otro lado, no sólo no descartamos la presencia de un integrante del Banco Central, sino que de hecho lo incluimos. Asimismo, pensamos conveniente contar con algún representante del sector privado, ya sea de organismos gremiales o de empresas. De esa manera, en esa Comisión se evaluarán y estarán presentes las posiciones de los distintos

mv

inversores, de los emisores de Títulos y del orgánismo de contralor, que es el Estado. En resumen, opinamos que por lo menos deberían participar esos tres sectores.

SEÑOR URRABURU.- Por supuesto que ha quedado claro que estaría integrada por un representante de la Bolsa de Valores.

SEÑOR BATLLE.- Seguramente nos harán conocer por escrito todos los aspectos atinentes a esta cuestión.

SEÑOR COURIEL.- En la sesión anterior tratamos este tema de la Comisión de Valores con la delegación del Banco Central. A juicio de su Presidente, todavía sería muy temprano la creación de esta Comisión, dado el desarrollo que tiene el mercado de valores en este momento. De ninguna manera expresó que el Banco Central quisiera tener esta clase de funciones, pero dado el grado de profundidad que ha alcanzado el mercado de valores, aconsejó esperar un tiempo antes de dar lugar a la citada Comisión y permitir que el Banco inicie este tipo de tareas. Concretamente, dejó entrever la idea de que estaríamos creando una institución cuando el mercado todavía no existe; una vez que éste lo exija, recién entonces se debería proceder a integrarla. En este sentido, me gustaría saber qué opinión les merece esta afirmación.

Por otra parte, quería hablar sobre el tema de la promoción. El señor Urraburu dijo que había que promover oferta y demanda, y en lo que tiene que ver con la primera, se refirió fundamentalmente a estímulos de carácter fiscal. Me gustaría saber si en términos de promoción habría otros estímulos que no tuvieran dicho carácter, y por otro lado, quisiera conocer cuáles serían los elementos de promoción de la demanda en el mercado de valores.

SEÑOR URRABURU.- En la Ley Nº 16.060, de Sociedades Comerciales, la Bolsa participó y promovió la creación de dos artículos que en aquel momento resultaron importantes y novedosos para el país. Es allí donde estarían insertos los dos estímulos fundamentales para la demanda de papeles.

av

25X1

El artículo 288 de la Ley mencionada constituye el eje de nuestras preocupaciones --tanto en aquel momento como en la actualidad-- porque obliga a las empresas a que, cerrado el balance, capitalicen reservas hasta llegar por lo menos al 50% del patrimonio. Ese fue el espíritu que tuvo la Bolsa para impulsar este artículo, que fue aprobado con otra redacción, sustituyéndose el concepto de patrimonio por el de capital y reservas. Pero la Inspección General de Hacienda, en la interpretación que hace de la Ley, considera reservas solamente las provenientes de utilidades. Por lo tanto, deja fuera del cálculo a aquellas derivadas de revaluación de activos fijos, que en última instancia son las más importantes en una empresa. En consecuencia, éste artículo ha quedado prácticamente sin peso.

Tal como pensábamos en aquel momento, entendemos que el incentivo a la demanda debe estar basado, fundamentalmente, en el hecho de que la compra de acciones en el Uruguay sea rentable, en caso de que la empresa lo sea. Frecuentemente observamos casos de empresas muy prósperas con buena rentabilidad, cuyos accionistas se lamentan durante años porque no reciben prácticamente dividendos. En cambio, de esta manera los accionistas verían anualmente actualizados sus montos accionarios, la cantidad de acciones, por el índice de revaluación del patrimonio de la empresa, lo que es bastante coherente y técnicamente soportable.

Entonces, reitero, la interpretación que hace la Inspección General de Hacienda de este artículo lo ha dejado prácticamente sin injerencia. El sistema propuesto aseguraría al accionista una base de rentabilidad proveniente, no del aumento de precio en un mercado imperfecto y chico, donde los precios no acompañan la evolución de los patrimonios de las empresas, sino del incremento de la cantidad de acciones. A su vez, esto no significaría erogación alguna para las empresas ni acarrearía problemas de carácter financiero.

El otro punto, que quizás se vea más claramente y pueda incentivar la demanda de papeles --que también estaba incorporado en la Ley Nº 16.060--, es el dividendo mínimo

av

obligatorio. A partir de ese momento, el 20% de las utilidades líquidas de las empresas deben ser distribuidas como dividendos a los accionistas, a menos que el 75% del capital accionario disponga que no haya reparto alguno, por supuesto que contando con el informe favorable del síndico.

A partir de esta disposición existen algunas empresas que han tenido que distribuir ese 20% de las utilidades líquidas, lo cual no nos parece que pueda ponerlas en riesgo desde el punto de vista financiero. Asimismo, está resguardada la posibilidad de que una empresa que esté enfrentando un endeudamiento que desea abatir, que esté encarando un proceso de inversiones o de reestructura ambicioso, pudiera dejar sin efecto el pago del dividendos, porque en última instancia, también el accionista se vería beneficiado por el proceso de crecimiento de la empresa.

En este momento, estamos pensando que habría que complementar ese artículo con alguna disposición que señalara que si el 75% del capital de la empresa resuelve no dar lugar al dividendo, los accionistas reciban obligaciones negociables por ese monto, que por ser líquidas se pueden convertir en forma automática. En definitiva, el derecho del accionista de percibir un dividendo no debe ser avasallado.

A modo de ejemplo, tenemos casos concretos como el de la Fábrica Nacional de Cervezas, que los últimos cuatro años ha dado utilidades importantes en sus balances aunque en ese lapso nunca ha repartido dinero entre sus accionistas. Es evidente que con ese tipo de política empresarial --por supuesto, habrá motivos para ello-- es muy difícil que haya un ahorrista uruguayo que se le ocurra demandar acciones de dicha fábrica, más allá de que ésta mantenga el 57% del mercado de las cerveza del país.

Por lo que vemos, no siempre la suerte del accionista está vinculada con la de la empresa. Quizá las medidas que debamos tomar para promocionar este mercado sean que al accionista se lo considere lo que realmente es: un dueño más de la empresa. Todo esto tiene una explicación subyacente en

av

25X1

la medida en que la rentabilidad de los socios mayoritarios de las empresas en el Uruguay se retira por la vía de sueldos y dietas y no por dividendos, por lo cual existen estas contradicciones y se mantendrán siempre. Digo esto, porque el capital invertido en nuestras empresas no se retribuye por su forma genuina --que debería ser el dividendo-- sino por otra vía que no son las que corresponden. Por este motivo, allí se produce la contradicción de intereses entre el accionista mayoritario y el minoritario. Esto es muy difícil de solucionar, pero quizás mediante estas ideas --que no trastrocan en forma fundamental el funcionamiento de las empresas-- podamos, por lo menos, acercarnos al hecho de que a algún ahorrista del Uruguay se le ocurra comprar acciones de alguna empresa contribuyendo, de esta manera, a su crecimiento y a su mejor inserción en la región.

En términos generales, esta sería nuestra opinión acerca de la demanda.

SEÑOR COURIEL.- Quisiera saber qué opinión les merece --teniendo en cuenta que todavía estamos en la etapa de la infancia y no de la madurez del mercado de valores-- el tema de que se comience con un control del Banco Central y luego se forme la Comisión de Valores.

SEÑORA ROLDOS.- A mi juicio, este punto debería analizarse en estos términos.

Existen diversos estudios en el mundo --tal vez no en nuestro país-- en el sentido de si primero hay que desarrollar un mercado y después controlarlo o, a la inversa, introducir estos organismos de control y posteriormente desarrollar el mercado. Quizás, el punto de equilibrio aquí es muy difícil, ya que no hay demasiadas experiencias cercanas a nuestro país que puedan brindarnos elementos objetivos para opinar sobre este tema. Por ello, hacemos hincapié en que en el organismo que exista debe haber funciones de promoción y desarrollo del mercado.

Por otro lado, entendemos que una alternativa secundaria

sería la de que este organismo surgiera en el Banco Central --así lo exponemos en nuestro memorándum-- el cual recogería la experiencia del mercado a los efectos de transformarse en una Comisión de Valores. Si se optara por esta solución, deberíamos fijar un plazo al Banco Central para que cumpla tales fines, a fin de que todo este esfuerzo no se realizara en vano.

SEÑOR URRABURU.- Pensamos que es fundamental la constitución de la Comisión de Valores en ese caso.

Si tenemos en cuenta estas anécdotas que estábamos relatando acerca de la Fábrica Nacional de Cervezas --también podríamos referirnos a otras-- es muy difícil que los integrantes del Banco Central las conozcan como las podría conocer un operador o una institución que tiene ciento treinta años de actividad en esta área. Asimismo, podemos decir que durante una época, en nuestro país, la suscripción pública de acciones no era algo extraño, como puede ser ahora, sino que se realizaba en forma cotidiana. No podemos olvidar que en la Bolsa de Valores existe una historia, reitero, de ciento treinta años, que debe ser valorada debidamente y puesta al servicio de las funciones que va a cumplir esa Comisión de Valores. Pero señalo que su punto central debe ser el de la promoción.

SEÑOR ROSPIDE.- Quisiera agregar que la disposición que se establece en los artículos 49 y 50, que brinda a los bancos la posibilidad de poseer acciones y obligaciones negociables, a nuestro juicio es una medida muy peligrosa. En ese sentido, recuerdo la caída del Banco Transatlántico y, posteriormente, un problema similar que surgió con BAFISUD. Asimismo, algunos bancos actuaron en posesión de acciones y de mercados emergentes de otros países. Concretamente, el Banco Extrader cayó, porque los ahorros que tomaba de parte del público los invertía en México, donde se hacía un arbitraje; es decir, colocaba pesos mexicanos en ese mercado. Es entonces que se produce la devaluación y, como resultado de ello, "el efecto tequila", con lo que caen violentamente todos los valores públicos. Como consecuencia, el Banco tiene una pérdida de

U$S 30:000.000. ¿Quién sufre los efectos de esta situación? Evidentemente, quien los padece es el ahorrista.

Por otra parte, nosotros diferenciamos mucho lo que es Banco comercial de lo que es Banco de inversión. El primero de ellos tiene que ser recibidor de ahorro público y prestar ese dinero a la industria, destinarlo al desarrollo del país y a crear el fomento de la producción, pero no debe especular con él. Por nuestra parte, consideramos que es peligroso tener nuevamente un problema como el que vivimos con el Banco Transatlántico y, por ende, nos oponemos a ese decreto.

SEÑOR PRESIDENTE.- La Comisión de Hacienda agradece la presencia de la delegación de la Bolsa de Valores.

SEÑOR ROSPIDE.- Antes de retirarnos, queremos agradecer profundamente a la Comisión --y especialmente a su Presidente, por quien tenemos una gran estima-- por habernos recibido.

(Se suspende la toma de la versión taquigráfica)

(Es la hora 11 y 10 minutos)

av